

Y a-t-il un risque de bulle immobilière en France ?

Selon la définition de Joseph Stiglitz, on peut qualifier de « bulle spéculative » un état du marché dans lequel « la seule raison pour laquelle le prix est élevé aujourd'hui est que les investisseurs pensent que le prix de vente sera encore plus élevé demain, alors que les facteurs fondamentaux ne semblent pas justifier un tel prix ». La détection d'une bulle spéculative sur le marché immobilier français revient donc à s'interroger sur le caractère soutenable ou non du niveau des prix au regard de ses déterminants fondamentaux.

L'analyse proposée ici cherche, après un bref rappel des mécanismes théoriques usuels de formation des prix immobiliers, à fournir une image précise du niveau actuel des prix immobiliers français, dans le segment logement et non résidentiel, en distinguant Paris et l'ensemble du territoire national. La hausse des prix est ensuite rapprochée d'un contexte porteur, notamment en termes de demande structurelle de logement et de faiblesse des stocks disponibles dans le segment du logement neuf. Enfin, la soutenabilité du niveau des prix est appréciée dans un premier temps au regard de l'interaction entre prix, revenu des ménages et taux d'intérêt et dans un deuxième temps en termes de niveau d'endettement.

Il apparaît que, jusqu'en 1998-1999, la combinaison de la baisse des taux d'intérêt, de la progression du revenu des ménages et de la baisse des prix consécutive au dégonflement de la bulle spéculative parisienne du début des années quatre-vingt-dix avait permis une amélioration très sensible de la capacité d'achat des ménages. Cette dernière reste nettement supérieure à celle observée lors du pic précédent, en 1991. Mais elle se dégrade régulièrement depuis 2000. Ceci nourrit une tendance récente à l'allongement des durées de prêt et à la baisse de la contribution de l'apport dans l'acquisition immobilière, alors que le niveau d'endettement des ménages se situe actuellement au niveau historiquement le plus élevé. En se plaçant du point de vue des investisseurs non-occupants, il apparaît que la rémunération du risque immobilier semble aujourd'hui correcte, mais en détérioration depuis 2000.

Au total, si plusieurs facteurs permettent de comprendre la hausse des prix et pourraient conduire à ne pas conclure à l'existence d'une bulle d'ores et déjà formée, le maintien de la progression des prix à son rythme actuel ne serait pas sans risque.

Gilles MOËC
*Direction des Études économiques et de la Recherche
 Service des Études sur les économies étrangères*

NB : Avec les contributions, dans le cadre d'un groupe de travail, de D. Gabrielli, J.-S. Mesonnier, B. Rizzardo, B. Terrien, J.-P. Villette (direction générale des Études et des Relations internationales).

1. Les déterminants usuels des prix immobiliers

L'évaluation du « juste prix » du marché immobilier présente de nombreuses difficultés qui tiennent notamment à la nature hybride de ce type d'actifs¹. En effet, à la différence d'une valeur mobilière, le logement n'est pas seulement un actif puisque sa détention est susceptible de procurer à la fois un rendement et un service de logement. S'apparentant alors à un prix de consommation, le prix de l'immobilier s'ajuste en fonction de la capacité d'achat des ménages et des coûts de production de la promotion immobilière sur le segment du logement neuf. À long terme, la demande de logement est, par ailleurs, influencée par des phénomènes démographiques au sens large (nombre d'habitants, composition des ménages), tandis que l'offre est affectée par la quantité de terrain disponible, par nature limitée et très dépendante des contraintes réglementaires.

Du point de vue des investisseurs autres que les ménages occupants (ménages bailleurs, promoteurs, investisseurs institutionnels), l'acquisition de logement peut être assimilée à un investissement financier. Toutefois, des considérations de nature financière interviennent également dans les décisions des ménages qui envisagent une acquisition pour leur propre occupation, ne serait-ce que parce qu'au-delà du service de logement qu'il rend, un actif immobilier constitue une réserve de richesse.

Pour que le niveau des prix immobiliers soit soutenable, la combinaison de plusieurs éléments est donc nécessaire :

- la demande solvable ne doit pas être saturée. La capacité d'achat des investisseurs dépend, dans le cas des ménages, de l'interaction entre progression du revenu, niveau des taux d'intérêt débiteurs et prix des biens. Elle dépend également du niveau d'endettement atteint. Les prix peuvent baisser sous l'effet d'une élévation des taux débiteurs ou encore parce qu'ils ont atteint un point où l'acquisition des logements ne peut se faire qu'au prix d'une hausse forte du taux d'effort et/ou d'une augmentation du montant de la dette actualisée rapportée à la valeur du bien (« *loan to value* ») qui peut entraîner un refus de prêt de la part d'intermédiaires financiers sous l'effet d'une élévation du risque ;

- le rendement relatif de l'investissement logement doit correctement rémunérer le risque. En effet, par rapport à des placements financiers, de type obligataire par exemple, l'investissement immobilier est davantage risqué, notamment du fait de la moindre liquidité du marché, et pénalisé, par ailleurs, par des coûts de transaction élevés, la moindre homogénéité de l'actif négocié et la forte volatilité historique des prix.

D'autres facteurs, plus difficiles à quantifier, affectent l'évolution des prix immobiliers :

- la dynamique prix-quantité du marché immobilier est très spécifique (Cornuel, 1999). Si le rendement anticipé de l'investissement-logement et la capacité d'achat des ménages augmentent, il se produit une hausse de la

¹ Un article à paraître dans une prochaine livraison du *Bulletin de la Banque de France* abordera, de manière beaucoup plus précise, les déterminants théoriques des prix immobiliers qui ne sont ici que très brièvement rappelés.

demande d'actifs immobiliers qui a pour conséquence une augmentation des capacités qui vient freiner la progression des loyers et donc dégrader le rendement des actifs immobiliers et accroître le coût relatif, pour un ménage, d'acquérir un logement plutôt que de louer. Ce phénomène n'est pas propre au marché immobilier (face à une demande importante d'obligations, par exemple, les émetteurs peuvent accroître l'offre et ainsi en réduire le rendement), mais des contraintes spécifiques au marché immobilier, notamment les délais particulièrement longs entre la perception du signal de prix et la disponibilité de nouveaux produits (réglementation, délais de construction, terrain disponible) viennent en accroître l'effet sur la volatilité des prix ;

- le marché immobilier est très réglementé et l'intervention de l'État y est forte. Les coûts de transaction y sont particulièrement élevés (droits de mutation, durée minimale pour le débouclage des opérations). La fiscalité immobilière (régime des plus-values, traitement des intérêts versés, imposition des loyers perçus) et les prêts bonifiés (notamment le « prêt à taux zéro ») et surtout leur variation dans le temps (ou l'incertitude quant à leur pérennité) peuvent aussi conduire à des fluctuations de prix ;

- la demande de logement peut être affectée par des considérations tenant à l'allongement de la durée de vie et à l'incertitude sur le revenu. Dans le calcul d'opportunité entre le paiement d'un loyer, indexé sur l'indice des coûts de la construction et dont le maintien est incertain à l'issue du bail, et le paiement sur une période convenue d'avance d'une mensualité de remboursement d'un emprunt, l'espérance de vie est un facteur important. Par ailleurs, l'anticipation d'une baisse du revenu (lors du passage à la retraite par exemple, dans un contexte d'incertitude sur le régime applicable) peut conduire les ménages actifs à rechercher transitoirement une variation en sens contraire de la part de leur revenu courant consacré à l'acquisition de leur logement.

Il convient enfin de rappeler que l'appréciation portée sur les prix immobiliers doit prendre en compte les effets qualité (McCarthy et Peach, 2004) : les logements, neufs comme anciens, incorporent au fil du temps du progrès technique (ascenseur, isolation thermique et phonique, chauffage, installations électriques etc.) qui améliorent le bien-être des occupants. Cet effet est pris en compte par l'indice des prix INSEE-Chambre des notaires. À noter que cette correction n'est pas faite dans la plupart des autres pays européens, ce qui complique la comparaison internationale des mouvements de prix.

2. Des prix de logements supérieurs à ceux de 1990-1991

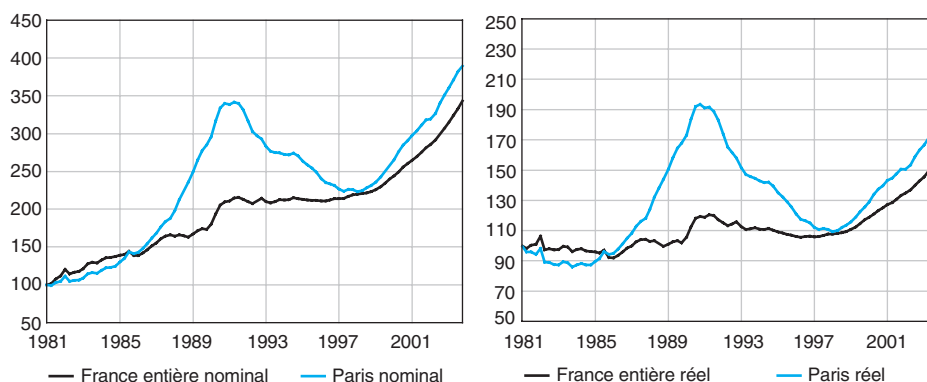
L'analyse rétrospective des prix immobiliers est entravée par l'absence de séries homogènes, pour la France entière, antérieures à 1994. Nous avons toutefois reconstitué, à titre indicatif, une série de prix des logements anciens débutant en 1980, à partir des données fournies par la FNAIM pour la période antérieure à 1994. En revanche, une série INSEE techniquement homogène est disponible pour la période 1980-2004 pour le marché parisien. Ces lacunes statistiques expliquent le fait que, dans cette étude, la plupart des indicateurs ne sont calculés que pour le marché parisien.

À Paris en 2002, le prix moyen au mètre carré d'un logement ancien a égalé, à 3 405 euros, le niveau du pic de 1991, juste avant la phase de contraction des prix immobiliers qui a duré jusqu'en 1998 (baisse de 33 %). En 2003, la hausse s'est poursuivie (13,2 %), le prix moyen atteignant 3 854 euros. Sur l'ensemble du territoire français, en 2003, les prix sont supérieurs de 60 % au niveau de 1991 (+30 % en termes réels, en utilisant les prix à la consommation comme déflateur).

Jusqu'en 1996, le profil parisien a largement différé du profil français. En effet, de 1985 à 1991, les prix dans l'ancien avaient progressé de 150 % à Paris contre 50 % dans la France entière. À la baisse observée à Paris entre 1991-1996 a correspondu une stabilité globale sur l'ensemble du territoire français. Depuis 1996, le rythme de progression est similaire à Paris et dans le reste de la France. Au total, ces éléments suggèrent que la bulle spéculative immobilière de la fin des années quatre-vingt était circonscrite au marché parisien.

Évolution des prix des logements anciens à Paris et dans l'ensemble de la France (base 100 = 1^{er} trimestre 1981)

(en nominal et en réel, déflaté par l'indice des prix à la consommation)



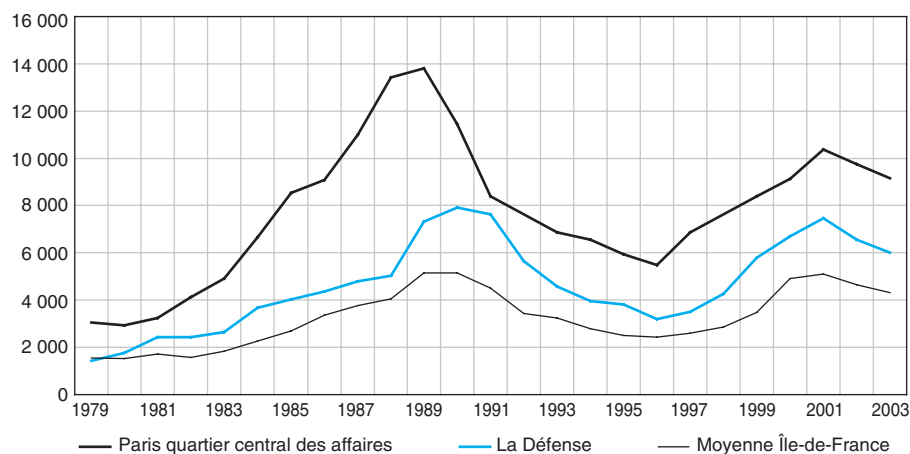
Sources : INSEE-Chambre des notaires, FNAIM – Rétropolation Banque de France

Une autre différence importante entre le début des années quatre-vingt-dix et le début des années 2000 tient au comportement de l'immobilier de bureau. La fin des années quatre-vingt avait été marquée par une progression très vive du prix des bureaux en région parisienne. Une nouvelle phase de hausse est intervenue au cours de la seconde moitié des années quatre-vingt-dix, les prix retrouvant les niveaux de 1991 à La Défense et dans l'ensemble de l'Île-de-France. On observe toutefois un début de correction depuis un sommet atteint en 2001. Par rapport à ce pic, les prix au mètre carré de bureau ont déjà baissé de 15,7 % en moyenne dans l'Île-de-France.

L'interprétation de cet écart entre ces deux segments du marché est malaisée. Les déterminants des prix de l'immobilier de bureau diffèrent assez nettement de ceux du logement, l'évolution de l'activité économique jouant un rôle plus important dans le premier cas que dans le second. La baisse des prix depuis 2001 pourrait s'interpréter comme la conséquence du ralentissement de la conjoncture.

Immobilier de bureau : prix de vente moyens

(en euros, hors taxe)

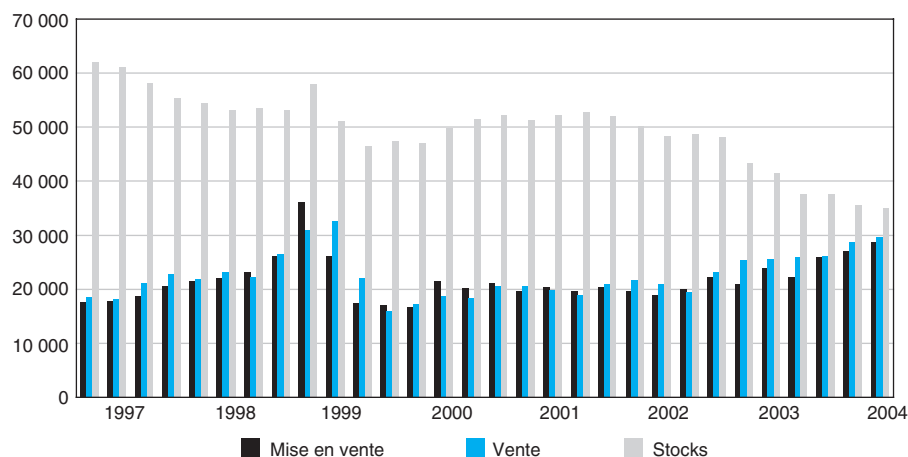


Source : CB Richard Ellis Bourdais

3. Des facteurs démographiques et fiscaux porteurs

Du fait du vieillissement de la population et de la hausse du nombre de divorces, le nombre de ménages progresse plus vite que la population globale : 1,2 % par an en moyenne de 1975 à 1999, contre + 0,4 % par an (Jacquot, 2002). À partir des projections démographiques de l'INSEE et en prenant pour hypothèse le maintien du taux de logements vacants à son niveau actuel, la construction de 320 000 logements supplémentaires par an serait nécessaire jusqu'en 2005, puis de 290 000 logements de 2005 à 2009, selon le ministère du logement. De tels niveaux n'ont pas été atteints depuis 1990. Un phénomène de rattrapage est actuellement en cours, avec 395 000 autorisations de mise en chantier observées sur un an au premier trimestre 2004, mais la pression est encore probablement forte : le taux de logements vacants en 2002 — 6,8 % du parc — est le plus faible observé depuis 1968. De fait, la progression de la demande se traduit par une diminution significative des stocks de logements neufs : inférieurs à 40 000 unités en 2004, plus de 100 000 unités lors du pic de 1991, de 50 000 à 60 000 unités au cours de la seconde moitié des années quatre-vingt-dix.

Commercialisation des logements neufs

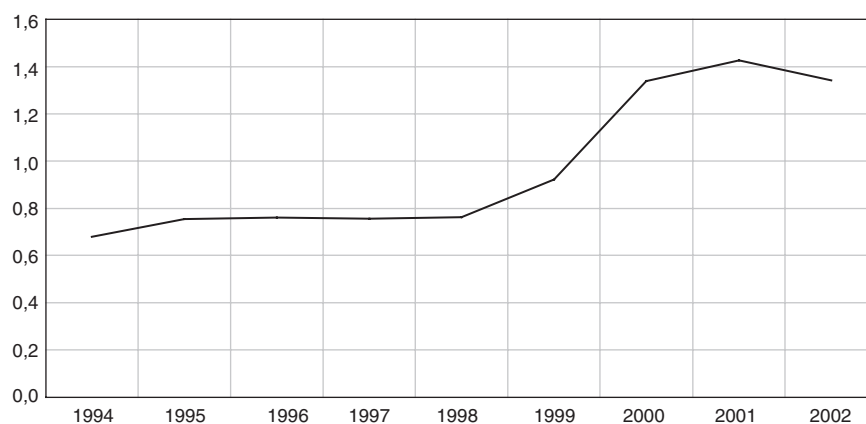


Source : Ministère du Logement

Un autre élément de soutien de la demande, celui-ci de nature transitoire, réside dans les avantages fiscaux consentis à l'investissement locatif. La montée en puissance, à partir de 1999, des dispositifs « Besson » puis « de Robien » et le redémarrage des prix immobiliers sont intervenus simultanément.

Avantages fiscaux « Périssol », « Besson », « de Robien »

(en % de la FBCF logement des ménages)



Sources : Compte satellite du logement, INSEE

Rapporté au montant total de l'investissement des ménages en logement, le montant des aides consenties peut paraître faible (à peine plus de 1 %). Si l'analyse économétrique de la FBCF-logement indique que les aides au logement tendent à modifier le calendrier de l'investissement-logement sans effet durable notable sur son volume (Baghli *et alii*, 2004), il est toutefois possible que la mise en place de ces dispositifs à la fin des années quatre-vingt-dix, en augmentant fortement la rentabilité de l'investissement locatif dans l'immobilier neuf, ait pu pousser les prix à la hausse dans ce segment du marché et, par contagion, contribuer à la hausse globale des prix des logements.

Dans la mesure où ces dispositifs assortissent la déductibilité des revenus locatifs à une obligation de durée minimale de détention de l'actif (9 ans en règle générale), ils pourraient venir limiter la tentation, de la part des investisseurs, de remettre en vente leurs biens si le rendement locatif se révélait inférieur à leur anticipation. Un effet massif pourrait toutefois être envisagé lors de la sortie des dispositifs.

Parmi les autres facteurs qui ont contribué à la hausse des prix immobiliers sur la période récente, la forte progression des acquisitions réalisées par les non-résidents sur le marché français est fréquemment citée. De fait, les données de balance des paiements font ressortir que ces investissements représentaient un flux de 9,2 milliards d'euros en 2003, contre 1,1 milliard en 1990 et 3,6 milliards en 2000. Apprécier l'impact de ce mouvement sur les prix reste toutefois malaisé, dans la mesure où ces données ne distinguent pas acquisitions immobilières résidentielles et non résidentielles.

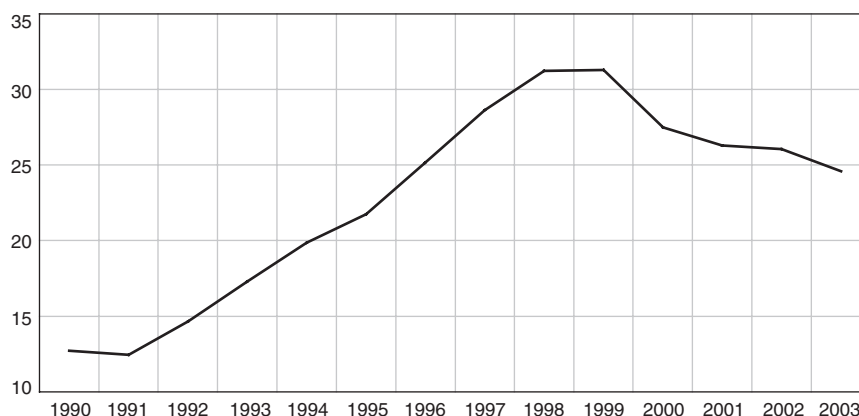
4. Une interaction complexe entre prix, revenu et taux d'intérêt

À Paris, un ménage moyen français pouvait acquérir, hors apport, un logement de 24,6 m² en 2003 en consacrant un tiers de son revenu au remboursement d'un emprunt contracté sur 15 ans au taux moyen observé par la Banque de France (cf. l'encadré pour une présentation méthodologique). Cette capacité d'achat est certes en retrait par rapport à 1999 (31,2 m²) mais reste nettement supérieure à celle qui prévalait en 1990 et 1991 (respectivement 12,7 et 12,5 m²) et rejoint le niveau atteint vers le milieu des années quatre-vingt-dix.

À noter toutefois que la comparaison avec l'année 1991, sommet de la bulle immobilière, doit tenir compte du fait que les anticipations d'inflation formées par les ménages étaient à l'époque probablement différentes de celles d'aujourd'hui. Les ménages qui s'endettaient à long terme en 1991 escomptaient en effet une érosion monétaire probablement relativement forte, du fait du rythme encore élevé de l'inflation dans les années quatre-vingt.

Surface qu'un ménage français moyen peut acheter sans apport à Paris depuis 1990

(en m²)

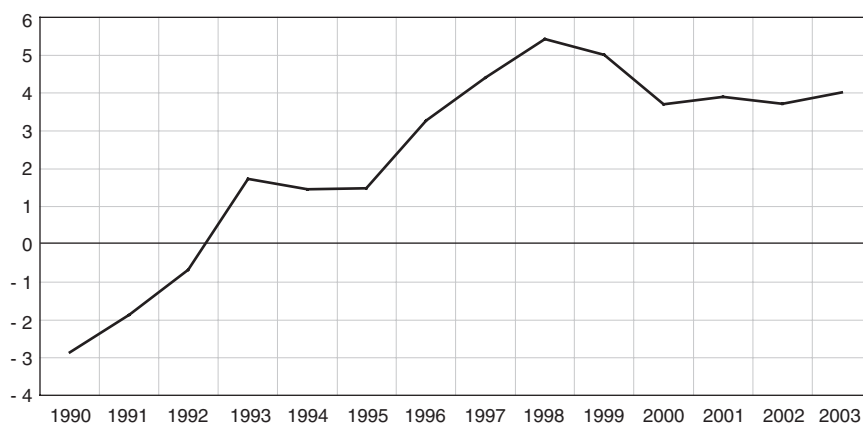


Source : INSEE-Chambre des notaires – calculs Banque de France

La hausse de leur capacité d'achat a d'autant plus incité les ménages à acquérir un logement que la progression des loyers a été forte au cours des dernières années (18,6 % en moyenne à Paris entre 1999 et 2003, contre de 7,9 % pour l'indice des prix à la consommation, soit une hausse annuelle moyenne de 2,1 % des loyers réels). De ce fait, le ratio « coût de la dette d'acquisition » sur « coût de location » d'un mètre carré à Paris se situait à 2,0 en 2003, contre 3,5 en 1990 et 1991.

En outre, la prime de risque sur l'investissement immobilier (cf. encadré) s'est stabilisée à un niveau relativement élevé depuis trois ans, à la différence des années quatre-vingt-dix et quatre-vingt-onze qui ressortent clairement comme une phase où le risque sur l'investissement immobilier était insuffisamment rémunéré (prime de risque négative par rapport à l'investissement obligataire), ce qui constituait l'un des indices les plus probants de constitution d'une bulle spéculative. Cette prime de risque négative était probablement liée à une erreur d'anticipation des investisseurs à cette époque. À la fin des années quatre-vingt et au début des années quatre-vingt-dix, les loyers parisiens augmentaient sur un rythme proche de 7 % par an (4 % en termes réels). Ce rythme a pu être perçu, à l'époque, comme représentatif d'un état permanent, alors que les loyers ont par la suite fortement ralenti. Progressivement, au cours des années quatre-vingt-dix, la baisse des prix, puis celle des taux d'intérêt, ont permis de faire remonter la rémunération du risque immobilier.

Prime de risque sur l'investissement immobilier à Paris (avec progression constante des loyers de 3,3 % par an)



Sources : INSEE-Chambre des notaires, OLAP – calculs Banque de France

Ces différents éléments peuvent conduire à porter un jugement assez rassurant sur l'état du marché immobilier à Paris. Un certain nombre de risques doivent toutefois être mentionnés :

- depuis 1999, la progression des prix y est nettement plus rapide que celle du revenu disponible brut des ménages, alors que les taux débiteurs se sont, au total, stabilisés. Les ménages qui continuent à acquérir des logements doivent donc, pour une surface et une qualité constante, consentir à consacrer une part croissante

de leur revenu au remboursement de leurs emprunts ou doivent, pour maintenir constant le service de leur dette, obtenir un allongement de la durée des prêts suffisamment important pour compenser l'effet sur leurs remboursements périodiques d'une prime de terme accrue ;

- la prime de risque sur l'investissement immobilier est calculée en référence à un taux d'intérêt de référence historiquement bas (4,13 % en moyenne en 2003 pour l'OAT à 10 ans). Par ailleurs, la hausse des prix immobiliers intervient maintenant dans un contexte de forte incertitude sur l'orientation des cours boursiers. Une anticipation de reprise plus nette des cours des actions réduirait très certainement l'intérêt des placements immobiliers. Enfin, le calcul a été réalisé sur la base d'une hausse tendancielle des loyers parisiens d'un rythme de 3,3 %, correspondant à la moyenne annuelle observée entre 1990 et 2003. Or, on a observé de fortes variations au cours de cette période. Ainsi, entre 1993 et 1996, la progression des loyers n'a été que de 0,8 % par an en moyenne. Ceci ajoute encore au caractère incertain de l'investissement locatif.

À titre illustratif, le tableau ci-dessous présente une évaluation de l'impact d'une variation des taux d'intérêt et/ou d'une variation des prix sur la capacité, le coût d'opportunité d'achat et la prime de risque (à partir de la situation de 2003, en supposant le niveau des loyers et du revenu inchangé).

	Capacité d'achat (en m ²)	Coût d'acquisition/ coût de location	Prime de risque sur l'investissement locatif
1991	12,5	3,5	- 1,9
2003	24,6	2,0	4,0
Hausse de 100 points de base du coût du crédit et du taux de l'OAT 10 ans (A)	23,0	2,1	3,1
Hausse de 300 points de base du coût du crédit et du taux de l'OAT 10 ans (B)	19,2	2,6	1,1
Hausse des prix immobiliers de 10 % (C)	22,4	2,2	3,6
Hausse des prix immobiliers de 30 % (D)	18,9	2,6	2,9
A + C	20,9	2,3	2,6
B + D	14,7	3,3	- 0,1

Sources : INSEE-Chambre des notaires, Banque de France, OLAP – Calculs Banque de France

Une poursuite pendant deux années de la hausse des prix au rythme actuellement observé, accompagnée d'une élévation de 300 points de base des taux d'intérêt à long terme, entraîneraient un retour à une situation proche de celle de 1991, avec notamment l'apparition d'une prime de risque négative sur l'investissement locatif, caractéristique d'une situation de bulle spéculative.

Méthode de calcul de la capacité d'achat et de la prime de risque sur l'investissement immobilier

1. Calcul de la capacité d'acquisition des ménages

Il prend en compte quatre paramètres :

- le montant maximal du service de la dette immobilière d'un ménage est fixé à un tiers du revenu moyen d'un ménage français (source INSEE), en considérant que ce seuil est généralement appliqué par les établissements de crédit lors de l'examen des demandes de prêt ;
- la durée du prêt est fixée à quinze années ;
- le prix d'acquisition est le prix moyen pour un logement ancien à Paris tel qu'il est observé par la Chambre des notaires ;
- le coût du crédit pour les ménages emprunteurs est celui donné par l'enquête de la Banque de France. Il s'agit d'un taux fixe (formule utilisée par 80 % des emprunteurs).

L'indicateur est exprimé en mètres carrés : il s'agit en effet du nombre maximal de mètres carrés qu'un ménage peut acquérir selon les conditions 1, 2, 3 et 4. Il doit être manié avec prudence. En effet :

- les prix de l'immobilier utilisés ici sont des prix purement parisiens (afin de pouvoir disposer d'une série suffisamment longue). Or, le revenu moyen des ménages parisiens est supérieur à la moyenne nationale. Le nombre de mètres carrés susceptibles d'être achetés par un ménage parisien est donc supérieur au nombre donné par l'indicateur. En revanche, en supposant que le taux de croissance du RDB est peu différent à Paris que dans le reste de la France, la comparaison chronologique est légitime ;
- l'indicateur néglige l'apport personnel, qui peut varier non seulement en fonction du revenu, mais aussi selon l'évolution de la richesse totale des ménages. Ce choix tend à accroître l'effet de levier de la baisse des taux ;
- l'indicateur néglige la possibilité de moduler la durée des prêts ;
- l'indicateur ne prend pas en compte les changements dans l'environnement réglementaire (prêts à taux zéro, dispositions fiscales...) qui peuvent modifier les conditions d'accès à la propriété.

2. Calcul de la prime de risque sur l'investissement immobilier

Le calcul de la prime de risque s'obtient en ré-arrangeant la formule de calcul proposée par Gordon et Shapiro pour évaluer le prix actuel d'un actif financier :

$$P/D = 1/(i+R-G)$$

P = Prix moyen d'acquisition d'un mètre carré à Paris (source : Chambre des notaires)

D = Loyer moyen d'un mètre carré dans le parc locatif privé à Paris (source : Observatoire des loyers de l'Agglomération parisienne)

i = Rendement nominal d'une obligation d'État à dix ans

R = Prime de risque

G = Taux d'actualisation des loyers (moyenne annuelle de la variation des loyers parisiens de 1990 à 2003)

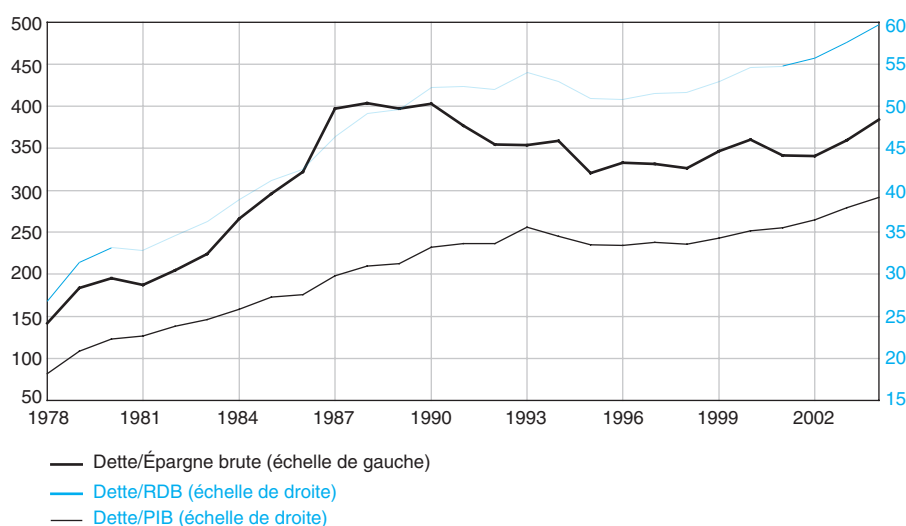
À noter que ce calcul néglige l'impact de la fiscalité et ne prend pas en compte la dépréciation du capital physique, ce dernier élément pesant très probablement assez fortement sur le rendement réel de l'investissement locatif.

NB : L'auteur remercie P. Sicsic pour ses commentaires sur cet encadré.

5. Un taux d'endettement des ménages historiquement élevé

La forte demande structurelle de logements couplée à l'augmentation de la capacité d'achat s'est traduite par une élévation très significative de l'endettement des ménages. Le ratio dette/RDB des ménages se situait en décembre 2003 à 58,7 %, contre 50,7 % en 1995. Depuis 1978, début de disponibilité de l'indicateur, ce ratio, de même que le ratio dette des ménages/PIB, n'a jamais été aussi élevé. La demande de financement a été satisfaite par les stratégies d'offre (accroissement des prêts à taux variable, durées plus longues...) des banques. Ces stratégies s'expliquent aussi par la modération de la demande de financement des entreprises et par des imperfections de marché : le caractère de produit d'appel des prêts à l'habitat permet de fidéliser la clientèle par la domiciliation des salaires et la vente de produits liés (assurance, autres crédits...).

Taux d'endettement des ménages



Source : Banque de France

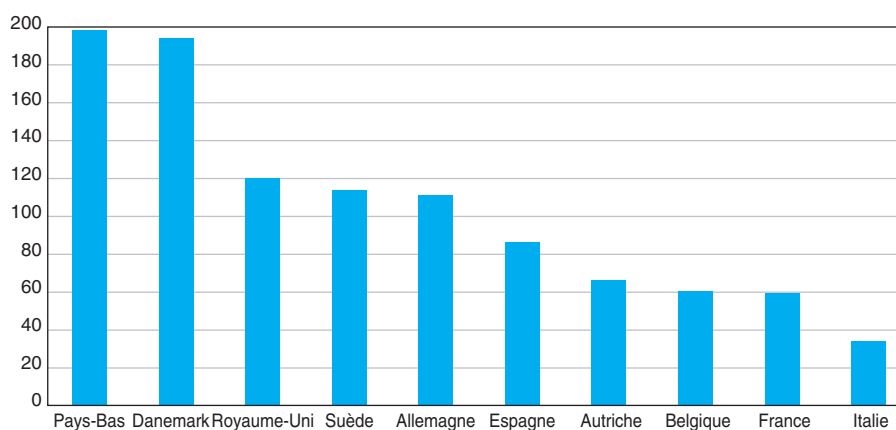
En outre, s'il n'existe pas de données fiables relatives à la « *loan to value* » en France, il est probable que celle-ci a augmenté dans les années récentes. Ainsi, selon l'INSEE, l'achat de logement était financé par apport personnel à hauteur de 33 % en 2002, contre 39 % en 1996 (Daubresse, 2003).

Enfin, on observe sur la période récente une diminution de la proportion de ménages endettés. Ce ratio de diffusion est ainsi passé de 51,3 % à fin 2002 à 49,7 % fin 2003, celle des ménages ayant contracté un crédit immobilier revenant de 17,5 % à 16,5 % (Mouillart, 2004). La progression globale de l'endettement est donc supportée par un nombre de ménages plus restreint.

Trois éléments rassurants doivent toutefois être notés. En premier lieu, compte tenu de la forte baisse des taux débiteurs au cours des dernières années, le ratio « intérêts versés/RDB des ménages » s'est stabilisé à 3,2 % en 2003, alors qu'il était proche de 6 % en 1991. Par ailleurs, l'endettement bancaire des promoteurs immobiliers a fortement baissé après le pic de mars 1993 (22,6 milliards d'euros d'encours) et s'est stabilisé depuis 1997 pour atteindre 7,4 milliards en décembre 2003. Enfin, comparé aux autres pays européens, le taux d'endettement des ménages français reste modéré (cf. graphique ci-dessous). Une étude récente (Banque de France, DGEI-DESM, 2004) a souligné que la France est le seul grand pays où, à la fois, l'encours d'endettement et sa progression sur la période récente sont restés contenus.

Niveau d'endettement des ménages en Europe par habitant en 2002

(en % du revenu disponible brut)



Sources : OCDE, comptes nationaux

Les ménages pourraient toutefois être conduits à réduire leur endettement au cours des prochains trimestres. Les flux d'endettement des ménages au titre de l'acquisition de logements n'ont pas décéléré, en dépit du ralentissement économique de 2001. Comme on l'a vu plus haut, les décisions d'acquisition de logement par les ménages ne sont pas réductibles à des considérations de court terme. Il est toutefois possible que le maintien de flux d'endettement importants après 2001 ait été favorisé par le décalage qui s'est produit entre l'évolution de la croissance du PIB et celle du pouvoir d'achat des ménages : selon les comptes trimestriels de l'INSEE, alors que le PIB en volume a nettement ralenti entre 2000 et 2001 (de 3,3 % à 2,1 % en moyenne annuelle), le pouvoir d'achat du RDB des ménages a pratiquement maintenu son rythme de progression (de 3,5 % à 3,3 %). En termes cumulés sur 2001 et 2002, le pouvoir d'achat des ménages a augmenté de 5,8 %, contre 3,3 % pour le PIB. La progression du pouvoir d'achat ne s'est nettement affaiblie qu'en 2003.

En conclusion, l'analyse proposée dans cette étude appelle à une grande vigilance sur les évolutions à venir des prix immobiliers, dont les indicateurs présentés ici pourraient permettre de mesurer la soutenabilité. D'autres types d'approches, mobilisant notamment des méthodes économétriques, pourraient également contribuer au suivi des prix immobiliers.

Cette étude s'est cantonnée à l'analyse du marché français. Or, on observe une élévation des prix immobiliers dans de nombreux autres pays développés. La vigilance s'impose donc également sur le plan international, compte tenu des fortes répercussions économiques et financières que pourrait avoir un retournement brutal et généralisé des marchés immobiliers.

Bibliographie

Baghli M., Brunhes-Lesage V., de Bandt O., Fraisse H. et Villetelle J.-P. : « Mascotte : Modèle d'analyse et de prévision de la conjoncture », *Note d'Études et de Recherche* n°106, février 2004

Banque de France (DGEI-DESM) : « L'endettement des ménages européens de 1995 à 2002 », *Bulletin mensuel de la Banque de France*, août 2004

Cornuel D. : « L'hypothèse de bulle immobilière », *Revue de l'OFCE*, juillet 1999

Daubresse M. : « La reprise de l'accession à la propriété », *INSEE première*, n° 913, juillet 2003

Jacquot A. : « La demande potentielle de logements », *INSEE première* n° 875, décembre 2002

McCarthy J. et Peach R.W. : « *Are Home Prices the Next Bubble ?* », *FRBNY Economic Policy Review*, à paraître

Mouillart M. « L'endettement des ménages à fin 2003 », 16^e rapport annuel de l'Observatoire de l'endettement des ménages, 2004